

September 2023

European Private Infrastructure Debt Teil 2

Eine kapitaleffiziente Anlageklasse für Solvency II Anleger

Private Infrastrukturdarlehen bieten Solvency-II-Investoren eine attraktive Möglichkeit, ihren in der Regel langfristigen Verbindlichkeiten langlaufende Anlagen gegenüberzustellen, die trotz ihres oft risikoarmen Charakters attraktive Renditen bieten können. Die seit 2017 eingeführten Sonderbehandlungsoptionen für bestimmte Infrastrukturanlagen resultieren dabei in einer deutlich erhöhten Kapitaleffizienz, welche die Attraktivität von privaten Infrastrukturdarlehen im Vergleich zu anderen Anlageklassen deutlich erhöhen können.

Einordnung von Infrastrukturanlagen innerhalb der Solvency-II-Regulierung

Seit 2017 erlaubt die Solvency-II-Regulierung Investoren bei Infrastrukturanlagen, unter bestimmten Bedingungen reduzierte Eigenkapitalanforderungen anzusetzen. Dies gilt sowohl für Infrastrukturanlagen in der Form von Eigenkapital als auch in der Form von Fremdkapital (d.h. Anleihen oder Darlehen).

Im Falle von privaten Infrastrukturdarlehen sehen wir grundsätzlich vier verschiedene Behandlungsmöglichkeiten mit unterschiedlichen Konsequenzen bezüglich der anzusetzenden Eigenkapitalanforderungen für das Spread-Risiko:

1. Darlehen explizit ausfallgarantiert durch bzw. gegenüber dem öffentlichen Sektor, die sich gemäß Solvency-II-Verordnung für ein Spread-Stress-Faktor von 0% qualifizieren
2. Darlehen an eine qualifizierte Infrastrukturprojektgesellschaft (QI)
3. Darlehen an ein qualifizierte Infrastrukturunternehmen (QIU)
4. Infrastrukturdarlehen, die nicht unter die drei oben genannten Kategorien klassifiziert werden

In sämtlichen vier Kategorien sind wir als DWS bereits aktiv, womit wir als enger strategischer Partner für Solvency-II-Investoren agieren können.

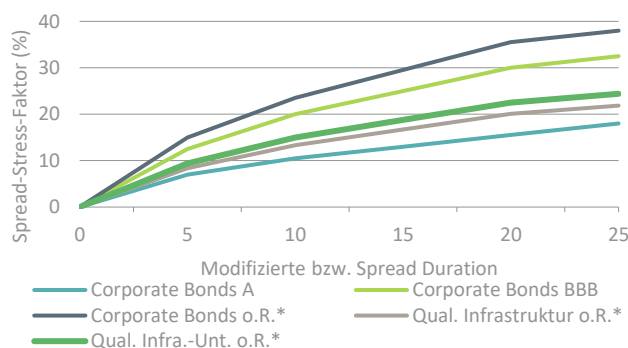
Kategorie 1 umfasst in der Regel Projektfinanzierungen im kommunalen bzw. regionalen Kontext oder internationales Exportkreditgeschäft, wo die zum Teil komplexen Strukturierungen der Kreditfinanzierungen mit bspw.

Diese Informationen können jederzeit aufgrund von Wirtschafts-, Markt- und anderen Erwägungen geändert werden und sollten nicht als Empfehlung betrachtet werden. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

öffentlichen Ausfallgarantien kombiniert werden. Während dies zu einer sehr vorteilhaften Kapitalunterlegung unter Solvency II führt, ist das Angebot an derartigen Finanzierungen oft begrenzt, da diese Segmente aufgrund ihrer hohen Kapitaleffizienz meist noch stark von Banken dominiert werden.

Kategorien 2 und 3 (QI und QIU) bieten hingegen eine deutlich größere Vielfalt an zugrundeliegenden Infrastrukturprojekten mit zum Teil deutlich höheren Margen. Da die Spread-Stress-Faktoren für diese Finanzierungen jedoch deutlich reduziert sind, ergibt sich hieraus eine sehr hohe Kapitaleffizienz, auch im Vergleich zu anderen Anlageklassen.

Spread-Stress-Faktoren für QI- und QIU-Kreditfinanzierungen im Vergleich zu Unternehmensanleihen



*ohne Rating, Quelle: Delegierte Verordnung (EU) 2015/35. Stand: Mai 2023.

Aber auch Infrastrukturdarlehen, die nicht unter die Kategorien 1-3 fallen, bieten interessante Rendite-Risiko-Profile und Diversifikationsmöglichkeiten. So können bspw. über Kreditfinanzierungen im Junior-Bereich über eine

andere Positionierung innerhalb der Kapitalstruktur zum Teil deutlich höhere Erträge generiert werden, obwohl das finanzierte Projekt durch relative Wertstabilität und prognostizierbare Zahlungsströme besticht.

Präferierte Behandlung unter Solvency II – welche Kriterien sind zu erfüllen und was sind die Erleichterungen für QI und QIU?

Um die Erleichterungen für das Spread-Risiko für Infrastrukturdarlehen anwenden zu können, sind Versicherer dazu verpflichtet, einzelne Transaktionen hinsichtlich ihrer Eignung anhand definierter Kriterien zu prüfen.

Beispielsweise muss bei QI nachgewiesen werden können, dass die von den Infrastrukturvermögenswerten generierten Zahlungsströme ausreichend sind, um alle finanziellen Verpflichtungen auch in Stressszenarien zu bedienen. QIU müssen hingegen u.a. die deutliche Mehrheit ihrer Einnahmen aus Eigentum, Finanzierung, Entwicklung oder Betrieb von Infrastrukturvermögenswerten erzielen, die sich in einem Mitgliedsstaat des Europäischen Wirtschaftsraums oder der OECD befinden.

Sowohl für QI als auch für QIU sind über projekt- bzw. unternehmensspezifische Kriterien hinaus jedoch auch Aspekte durch das investierende Versicherungsunternehmen zu prüfen. Hier haben Versicherer insbesondere den Nachweis darüber zu pflegen, dass sie in der Lage sind, das Darlehen bis zu Fälligkeit zu halten. Da die Regulierung hier ausdrücklich den Solvency-II-Investor adressiert, ist eine pauschale Aussage zur Qualifikation einer Infrastrukturkredit-Strategie unter Solvency II seitens eines Asset Managers nicht möglich.

Darüber hinaus hat auch das Darlehen an sich bestimmte Kriterien erfüllen. Sollte der Kredit beispielsweise über das Rating einer anerkannten Ratingagentur verfügen, so muss dieses im Investment-Grade-Bereich liegen. Sollte das Darlehen jedoch (wie üblich) über kein anerkanntes externes Rating verfügen, so muss das Darlehen zumindest vorrangig vor anderen Verbindlichkeiten sein.

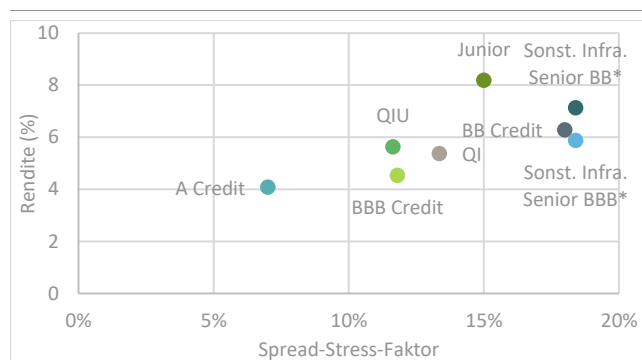
Die DWS kann für Solvency-II-Investoren die Prüfung und Nachweisung der projekt- bzw. unternehmensspezifischen Kriterien anbieten, die QI bzw. QIU zur Umsetzung reduzierter Eigenkapitalanforderungen erfüllen müssen. Im Rahmen einer Prüfungsliste können investierende Versicherer somit mit ausreichend Argumenten und Nachweisen unterstützt werden, um eine Qualifikation für niedrigere Spread-Stress-Faktoren zu rechtfertigen.

Wie attraktiv sind private Infrastrukturdarlehen im Vergleich zu anderen Anlageklassen aus der Perspektive von Solvency-II-Investoren?

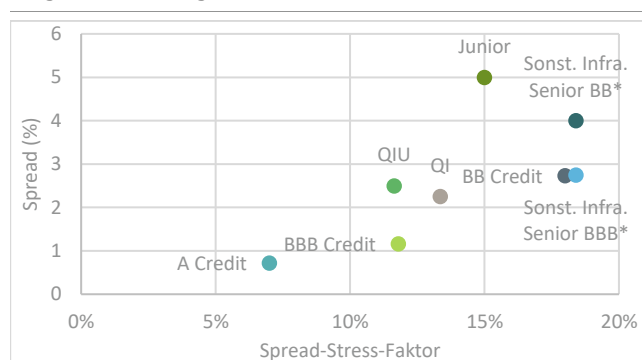
Private Infrastrukturdarlehen bestehen im Vergleich zu konventionellen Anlageklassen neben ihren ökonomischen Charakteristika (vgl. *Artikel „European Private Infrastructure Debt – Eine attraktive Anlageklasse unter Rendite/Risiko-Gesichtspunkten“*) auch durch ihre regulatorische Attraktivität.

So können Infrastrukturdarlehen nicht nur bezüglich der Relation aus Kreditmargen zu historischen Ausfall- bzw. Verlustraten im Vergleich zu anderen Anlageklassen punkten (ökonomische Rentabilität). Auch die regulatorische Rentabilität gemessen am Verhältnis aus Rendite bzw. Kreditmarge zum Spread-Stress-Faktor ist zum Teil deutlich höher als bei konventionellen Kapitalanlagen.

Rendite im Vergleich zu Spread-Stress-Faktoren: QI- und QIU-Kreditfinanzierungen im Vergleich zu ausgewählten Anlageklassen



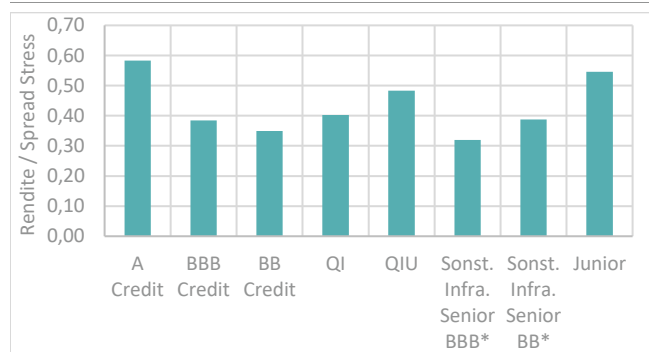
Kreditmargen im Vergleich zu Spread-Stress-Faktoren: QI- und QIU-Kreditfinanzierungen im Vergleich zu ausgewählten Anlageklassen



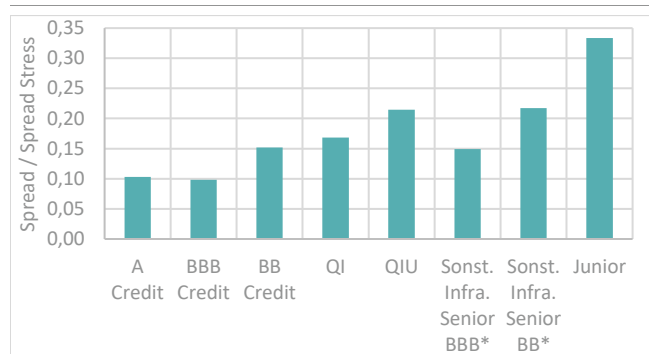
* Risikokategorie BBB bzw. BB, für Ermittlung des Spread-Stress-Faktors wird jedoch kein externes Rating unterstellt. Quelle: DWS International GmbH Bloomberg, Stand September 2023

Diese Informationen können jederzeit aufgrund von Wirtschafts-, Markt- und anderen Erwägungen geändert werden und sollten als Empfehlung betrachtet werden. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Renditen in Relation zu Spread-Stress-Faktoren: QI- und QIU-Kreditfinanzierungen im Vergleich zu ausgewählten Anlageklassen



Kreditmargen in Relation zu Spread-Stress-Faktoren: QI- und QIU-Kreditfinanzierungen im Vergleich zu ausgewählten Anlageklassen



* Risikokategorie BBB bzw. BB, für Ermittlung des Spread-Stress-Faktors wird jedoch kein externes Rating unterstellt. Quelle: DWS International GmbH Bloomberg, Stand September 2023

Zusammenfassung

Private Infrastrukturkredite können attraktive Investmentchancen für Versicherer bieten, die der Solvency II Regulierung unterliegen. Sie sind eine effiziente Möglichkeit, langfristige Verbindlichkeiten aktiv zu verwalten, interessante Illiquiditätsprämien zu realisieren sowie gesetzte ESG-Ziele zu verfolgen. Zudem können Versicherer unter bestimmten Bedingungen von reduzierten Kapitalkosten profitieren. Diese reduzierten Kapitalkosten verbunden mit den konsistenten Illiquiditätsprämien von Infrastrukturkrediten führt wiederum insgesamt zu einer hohen regulatorischen Effizienz dieser Anlageklasse, insbesondere gegenüber konventionellen festverzinslichen Anlagen.

Risikohinweise

- Abhängigkeit von der Entwicklung der jeweiligen Infrastrukturmärkte sowie des regulatorischen Umfeldes
- Projektrisiken
- Preisänderungsrisiko: Der Anteilwert kann jederzeit unter den Einstandspreis fallen, zu dem ein Anleger den Anteil erworben hat, aufgrund von u. a.: Bewertungsrisiken
 - Zinsänderungsrisiken
 - Inflationsrisiken
 - Kreditrisiken
 - Währungskursrisiken sowie Risiken aus Währungskursabsicherungsgeschäften
- Liquiditätsrisiko:
 - Keine Rückgabe von Anteilen zum gewünschten Zeitpunkt verbunden mit dem Risiko für den Anleger, über sein eingesetztes Kapital für einen gewissen Zeitraum –unter Umständen auch längerfristig –nicht verfügen zu können.

AUTOREN



Nohman Iqbal, CIIA, CEFA
Senior Product Specialist, Private Debt
nohman.iqbal@dws.com



Fabian Gerlich, CFA
Team Lead Coverage Financial Institution Group Germany
fabian.gerlich@dws.com



Thomas Gillmann
Senior Coverage Specialist, Insurance Strategy & Advisory APAC
thomas.gillmann@dws.com

Diese Informationen können jederzeit aufgrund von Wirtschafts-, Markt- und anderen Erwägungen geändert werden und sollten als Empfehlung betrachtet werden. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wichtige Hinweise

Diese Werbemitteilung ist ausschließlich für professionelle Kunden bestimmt.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den einschlägigen Dokumenten ausgewiesen. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nichtkorrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS International wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann. Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung und nicht um eine Finanzanalyse. Folglich genügen die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. So darf dieses Dokument weder innerhalb der USA, noch an oder für Rechnung von US-Personen oder in den USA ansässigen Personen direkt oder indirekt vertrieben werden.

DWS International GmbH. Stand: September 2023.

CRC 097053 (September 2023)